

EKUITAS
Akreditasi No.110/DIKTI/Kep/2009

ISSN 1411-0393

KEBIJAKAN RESTRUKTURISASI UTANG MELALUI DEBT TO EQUITY SWAP ¹

Wimba Respatia
Fidiana
wrespatia@gmail.com

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia

ABSTRACT

This research aim to obtain the understanding about debt restructuring to improve the efficiency and its productivity. An essential difference between these and the usual swapping of debt into equity is that the former allow a wider range of applications. The firm's owner have the option of choosing the sequence of restructuring negotiation with the creditors. The firm can combine the existing models, which is certainly with the agreement of the creditor and investor. This research has studied the choice of debt restructuring model carried out by PT X which is caused by the fact that the companies have difficulty paying their debts. Data collecting methods were conducted through literature study and field research from financial report of PT X. The result of this research indicate that PT X should choose debt for equity swap by converting their debt for equity swap that which giving lower cost of capital. By choosing debt for equity swap enable to change the liability profile from one to the other type, to create a more optimal capital structure debt equity and equity debt in what is called recapitalisation. Decision of converting their debt for equity swap will cause PT X be a majority shareholder and increase the ability to compete with other aluminium company.

Key words: debt restructuring, equity swap, and cost of capital.

PENDAHULUAN

Krisis moneter yang menimpa Indonesia sejak tahun 1997 menyebabkan sebagian besar perusahaan praktis tidak mampu membayar utangnya. Hal ini dikarenakan tingkat utang yang tinggi dalam mata uang asing terutama dollar Amerika. Perusahaan-perusahaan yang mempunyai pinjaman dalam valuta asing benar-benar karena tidak mampu membayar utangnya. Banyak perusahaan menyelesaikan utangnya melalui restrukturisasi utang.

¹ Terdapat komitmen dengan perusahaan untuk tidak mempublikasikan nama perusahaan.

Kepanikan luar biasa di kalangan dunia usaha mencapai puncaknya pada pertengahan 1998. Saat itu kurs dollar Amerika mencapai titik tertinggi sebesar Rp16.800. Perusahaan-perusahaan yang mempunyai pinjaman dalam valuta asing benar-benar dalam keadaan sulit, karena tidak mampu membayar utangnya. Pengangguran bertambah, tingkat sosial ekonomi masyarakat merosot. Banyak perusahaan menyelesaikan utangnya melalui restrukturisasi utang. Restrukturisasi adalah upaya memperbaiki komposisi struktur modal yang terpaksa harus dilakukan karena perusahaan dalam kondisi *insolvable* atau ancaman *insolvency*. Perubahan ini dimaksudkan agar perusahaan dapat bekerja kembali dengan basis keuangan yang lebih sehat atau kuat. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan di dalam restrukturisasi utang antara lain (a) *Hair Cut*, yaitu pembebasan utang dapat terjadi atas seluruh atau sebagian utang; (b) *Debt Rescheduling*, yaitu penjadwalan kembali utang dengan menambah tanggal jatuh tempo pembayaran kembali utang dan bunga; (c) *Debt to asset swap*, yaitu pengalihan asset kepada kreditor untuk penyelesaian utang; (d) *Debt to equity swap*, yaitu perubahan utang menjadi penyertaan modal. Proses restrukturisasi utang yang dilakukan perusahaan merupakan suatu proses negosiasi antara perusahaan dengan pemberi pinjaman. Untuk mencapai kesepakatan pemilihan model restrukturisasi utang maka kedua belah pihak perlu memiliki kesepahaman atas faktor-faktor keberhasilan dari restrukturisasi utang. Kepentingan yang dimaksud adalah kepentingan perusahaan, kepentingan pemberi pinjaman, dan kepentingan investor untuk menjadi perhatian dalam restrukturisasi utang ini.

Pinjaman perusahaan merupakan pinjaman jangka pendek sehingga sulit bagi perusahaan untuk dapat menyelesaikannya dengan segera, oleh karena itu perusahaan mengajukan penggantian utang jangka pendek tersebut dengan saham atau sering disebut dengan *debt to equity swap*. Pihak kreditor setuju untuk mengubah sebagian utang jangka pendeknya menjadi saham dengan cara sebagai berikut a). Pinjaman sebesar Rp52.000.000.000,- ditukar dengan 41.600.000 lembar saham, b). Pinjaman sebesar Rp87.944.488.014 dibayar dengan tagihan perusahaan, dan c). Sejumlah Rp13.148.400.000 harus lunas selambat-lambatnya tahun 2008.

Penelitian tentang kebijakan struktur utang telah banyak dilakukan dengan berbagai pendekatan diantaranya adalah Haryono (2009) mengevaluasi pengaruh berbagai alternatif restrukturisasi utang terhadap struktur keuangan. Hasil penelitian dan analisis terhadap 3 alternatif restrukturisasi utang menunjukkan bahwa alternatif merestrukturisasi utang melalui kebijakan *debt to equity swap* merupakan alternatif terbaik, karena memberikan biaya modal yang minimal (4,46%) dan memaksimalkan nilai perusahaan (10%), sehingga memungkinkan perusahaan beroperasi dalam rentang struktur keuangan yang optimal. Dewi (2004) melakukan penelitian untuk mendapatkan gambaran tentang bagaimana karakteristik keuangan internal perusahaan dan kondisi industri berpengaruh terhadap model restrukturisasi utang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap model penyerahan aset dan model penyertaan modal negatif terhadap model penjadwalan ulang, penebusan dengan obligasi, dan pemotongan utang

pokok. Selanjutnya dijelaskan bahwa porsi pendanaan menggunakan utang adalah dominan. Dodd (2002) mengkaji prosedur pembangunan negara Brazil melalui restrukturisasi utang. Hasil-hasil penelitian tersebut di atas masih bersifat parsial, sehingga dianggap perlu untuk dilakukan penelitian serupa.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya serta mengevaluasi berbagai alternatif restrukturisasi utang yang menawarkan biaya modal paling optimal dengan pendekatan nilai sekarang dan metode kapitalisasi pendapatan.

TINJAUAN TEORETIS

Restrukturisasi Utang

Restrukturisasi adalah upaya memperbaiki struktur modal yang terpaksa harus dilakukan karena perusahaan dalam kondisi *insolvable* atau ancaman *insolvency*. Perubahan ini dimaksudkan agar perusahaan dapat bekerja kembali dengan basis keuangan yang lebih sehat, dan krisis ekonomi yang berkepanjangan sejak tahun 1997 menyebabkan sebagian besar perusahaan tidak mampu membayar utangnya yang disebabkan tingkat utang yang tinggi dalam mata uang asing terutama dalam dolar Amerika, sehingga depresiasi rupiah terhadap dolar Amerika praktis meningkatkan nilai utang perusahaan tersebut. Sedangkan di lain pihak kemampuan untuk membayar utang tidak meningkat secara proposional. Akibatnya banyak perusahaan dalam mengatasi kesulitan keuangan dengan melakukan restrukturisasi utang (Friedman, 2000).

Dalam praktik, batasan antara utang jangka pendek dan utang jangka panjang adalah sangat kabur, dimana pada umumnya yang dinamakan utang jangka pendek dapat diperpanjang selama beberapa periode, misalnya utang berupa kredit modal kerja dari bank yang selalu dapat diperpanjang, sehingga praktis menjadi utang jangka pendek permanen atau sama dengan utang jangka panjang. Dengan demikian struktur keuangan dapat digunakan dan saling menggantikan dengan istilah struktur modal (Haryono, 2009). Berbagai literatur mengenai renegotiasi utang, banyak mengambil obyek pinjaman dengan risiko tinggi atau disebut dengan *sovereign debt*. *Sovereign debt* umumnya jumlahnya besar dan didukung oleh pihak ketiga tertentu yang membuat kreditur menjadi tidak efisien (Bulow and Rogoff, 1989; Gale and Hellwig, 1989; Fernandez and Rothenthal, 1988). Dan tidak ada pihak ketiga yang dapat memaksa dipatuhinya kontrak yang telah dilakukan untuk ditaati oleh peminjam, sehingga tidak jarang kreditor memiliki akses yang terbatas terhadap aset (Bester, 1994).

Kondisi keuangan internal perusahaan merupakan kondisi yang dapat diukur secara kuantitatif untuk menggambarkan keadaan perusahaan. Kondisi keuangan perusahaan yang dimaksud adalah kondisi keuangan yang umumnya tergambar dalam Laporan

Kuangan yang diterbitkan oleh perusahaan. Ukuran kondisi keuangan ini meliputi Likuiditas, Struktur Modal, Aset, dan Profitabilitas. Kondisi keuangan internal perusahaan tersebut menggambarkan secara kuantitatif kemampuan perusahaan untuk menutup kewajiban keuangannya khususnya yang telah dan akan jatuh tempo dalam waktu kurang dari satu tahun. Restrukturisasi utang yang dilakukan oleh perusahaan tidak akan terlepas dari pertimbangan kreditor. Perusahaan tidak dapat memutuskan sendiri model restrukturisasi yang diinginkannya. Negosiasi kepentingan perusahaan dan kepentingan kreditor akan menentukan hasil akhir dari restrukturisasi utang. Kondisi keuangan perusahaan akan menjadi pertimbangan dalam memutuskan model restrukturisasi yang disepakati oleh kedua belah pihak. Kondisi keuangan perusahaan akan menggambarkan kemampuan perusahaan pada saat ini maupun masa yang akan datang khususnya kemampuan keuangan untuk memenuhi kewajiban utangnya (Dewi, 2004). Selanjutnya dinyatakan bahwa negosiasi panjang antara debitur, kreditor, dan investor memberikan indikasi bahwa faktor-faktor yang menentukan hasil restrukturisasi utang adalah kompleks sehingga perlu untuk diperhatikan pengaruh dari faktor-faktor penentu tersebut secara bersama-sama (Dewi, 2006).

Hubungan antara struktur modal perusahaan dengan nilai perusahaan telah menarik perhatian para pakar keuangan sejak lebih dari 40 tahun yang lalu dan hasil kerja Modigliani dan Miller (M dan M) pada tahun 1958 dan 1963 telah membawa isu ini ke dalam pembahasan dalam literatur keuangan. Dalam artikel klasiknya pada tahun 1958 M dan M berargumen bahwa struktur modal secara *absolute* tidak memiliki dampak terhadap keseluruhan nilai perusahaan. Satu-satunya variabel yang dapat menjelaskan nilai perusahaan adalah *future earning power* yang dimiliki (tercakup dalam *expected cash flows*) serta *business risk-return* yang melekat pada perusahaan. Argumen tersebut selanjutnya dikenal sebagai *irrelevance theory of capital structure*.

Perusahaan dapat memilih berbagai alternatif untuk memperbaiki struktur keuangan agar menjadi optimal, antara lain dengan a) menambah setoran modal/menjual saham baru, b) mencari pinjaman jangka panjang baru, dan c) merestrukturisasi utang melalui *debt to equity swap* (merubah utang menjadi penyertaan modal). Dengan restrukturisasi utang melalui ketiga alternatif tersebut, dapat dilihat pengaruhnya terhadap struktur keuangan perusahaan, karena perubahan komposisi struktur keuangan juga diikuti dengan perubahan biaya modal, dan struktur keuangan yang optimal dicapai pada biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) paling minimal yang dapat diukur melalui biaya pinjaman dan biaya ekuitas, nilai perusahaan yang maksimal dapat diukur melalui pendekatan PER (*price earning ratio*) dan pendekatan kapitalisasi pendapatan (*capitalization of income method*) dibandingkan dengan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC).

Dari berbagai macam alternatif restrukturisasi utang perusahaan memilih *Debt to equity swap* yaitu dengan mengkonversikan utang perusahaan menjadi penyertaan modal. Hal ini dipilih perusahaan karena di samping kesulitan untuk memperoleh pinjaman baru,

juga masih cukup besarnya modal dasar perusahaan sebesar 300.000.000 lembar @ Rp500,- sedangkan modal dasar yang ditempatkan dan disetor penuh sebesar 76.000.000 lembar saham. Oleh karena itu wajar apabila perusahaan menawarkan untuk merubah utangnya tersebut menjadi modal saham.

Struktur Modal dan Biaya Modal

Struktur Modal perusahaan menunjukkan asal sumber pembiayaan perusahaan dan sekaligus menunjukkan sejauhmana hak para pemilik atas Aset perusahaan dan dapat dibandingkan dengan hak para kreditur atas Aset perusahaan. Hak pemilik terhadap Aset perusahaan dapat digunakan sebagai pembayaran apabila perusahaan sudah tidak sanggup untuk membayar dengan Aset. Perusahaan dengan struktur utang lebih besar dari modal atau seringkali disebut sebagai *highly leverage* dapat melakukan restrukturisasi dengan menurunkan tingkat *leverage* atau melakukan apa yang disebut sebagai Penyertaan Modal, dimana sebagian dari utang yang tidak dapat di *service* lagi (*unsustainable*) dikonversi menjadi penyertaan. Dengan cara demikian maka tingkat *leverage* perusahaan dapat diturunkan (jumlah utang menurun dan modal meningkat sehingga rasio utang terhadap saham menurun).

Perusahaan di dalam menjalankan kegiatan usahanya dapat dipastikan memerlukan berbagai sumber permodalan baik yang berasal dari perusahaan sendiri maupun yang berasal dari luar perusahaan. Sebagai konsekuensi atas pemakaian berbagai sumber permodalan tersebut tentunya perlu diperhitungkan besarnya biaya modal yang berasal dari berbagai sumbernya. Perusahaan perlu menjelaskan besarnya biaya modal perusahaan secara keseluruhan dari dana-dana yang digunakan untuk membiayai kegiatan perusahaan tersebut dan besarnya biaya modal digunakan sebagai pembatas dari penghasilan yang harus diperoleh (Akerlof, 1970). Sumber dana jangka panjang pada dasarnya dibedakan dalam dua sumber yaitu: 1). Sumber dana yang berasal dari luar perusahaan seperti kredit bank dan saham. 2). Sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan yaitu laba ditahan.

Pinjaman Jangka Panjang

Perusahaan tidak menggunakan 100% pinjaman karena adanya biaya keagenan dari utang. Bentuk yang paling umum dari biaya keagenan ini diawali dengan semakin meningkatnya penggunaan utang oleh perusahaan, dengan demikian pemegang surat utang mulai ambil bagian dalam risiko perusahaan baik risiko bisnis maupun risiko operasional, sementara itu pemegang saham dan *management* masih mengendalikan investasi perusahaan dan keputusan-keputusan operasional. Kondisi tersebut memberikan kesempatan kepada para *manager* untuk mengurangi keuntungan pemegang surat utang untuk kepentingan pribadi dan pemegang saham yang diwakilinya. Caranya adalah dengan menggelembungkan penerbitan obligasi, dan kemudian mengalirkannya kepada para pemegang saham sebagai *dividen*. Setelah gagal membayar para pemegang surat utang akan disertai dengan kerangka perusahaan yang kosong, dan ketentuan *limited*

liability akan mencegah pemegang surat utang untuk menagihnya dari para pemegang saham. Biaya modal yang diperhitungkan untuk pinjaman jangka panjang adalah tingkat bunga pinjaman yang bersangkutan tetapi kemungkinan harus diperhitungkan beban pajak yang harus ditanggung. (Noe and Wang, 2000).

Saham preferen

Saham preperen ini mempunyai hak-hak lebih apabila dibandingkan dengan saham biasa. Misal hak untuk memperoleh dividen dengan jumlah yang tetap dan lebih awal dari pada pemegang saham biasa, dan bahkan tetap memperoleh dividen walaupun perusahaan dalam keadaan rugi.

Biaya modal rata-rata (*Weighted Average Cost of Capital/WACC*)

Biaya modal gabungan yang merupakan perhitungan dari keseluruhan harga modal dari seluruh sumber dana yang digunakan oleh perusahaan. Perhitungan biaya modal gabungan ini didasarkan atas rata-rata tertimbang dari proporsi besarnya masing-masing sumber dana terhadap total modal yang digunakan perusahaan sehingga disebut WACC, yang dirumuskan:

$$K_o = \%D (K_i) + \%P_s (K_{ps}) + \%E (K_e) + \%R_e (K_r)$$

Pendekatan nilai sekarang

Pendekatan nilai sekarang juga disebut dengan metode kapitalisasi laba (*capitalization of income method*) karena melibatkan proses kapitalisasi nilai-nilai masa depan yang didiskontokan menjadi nilai sekarang. Jika investor percaya bahwa nilai dari perusahaan tergantung dari prospek perusahaan tersebut di masa mendatang dan prospek ini merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas di masa depan, maka nilai perusahaan tersebut dapat ditentukan dengan mendiskontokan nilai arus kas di masa depan menjadi nilai sekarang, yang dirumuskan:

$$NP_0^* = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Arus kas}_t}{(1 + k)^t}$$

Arus kas merupakan komponen di dalam penentuan nilai perusahaan, sebagai alternatif dari arus kas adalah laba perusahaan (*earning*) juga dapat digunakan untuk menghitung nilai perusahaan. Arus deviden dapat dianggap sebagai arus kas yang diterima oleh investor, dengan alasan bahwa deviden merupakan satu-satunya arus kas yang diterima oleh investor. Model diskonto deviden dapat digunakan sebagai pengganti model diskonto arus kas untuk menghitung nilai intrinsik saham (Peter, 2003).

Pendekatan PER

Salah satu pendekatan yang populer menggunakan nilai *earning* untuk mengestimasi nilai intrinsik adalah pendekatan PER (*price earnings ratio*) atau pendekatan *earnings multiplier*. PER menunjukkan rasio dari harga saham terhadap *earnings*, berapa besar

investor menilai harga dari saham terhadap kelipatan dari *earnings*. Nilai keseluruhan saham, diperoleh dengan mengalikan PER dari industri dengan rata-rata tertimbang laba. Metode ini mempertimbangkan pentingnya realisasi pendapatan di tahun-tahun pertama dalam hubungannya dengan tingkat pengembalian investasi yang lebih tinggi. Nilai kapitalisasi dapat dihitung dengan mengalikan rata-rata tertimbang dengan PER, dan nilai saham bisa dihitung dengan membagi nilai kapitalisasi tersebut dengan jumlah saham yang beredar. Perusahaan dengan kemungkinan pertumbuhan yang tinggi biasanya mempunyai PER yang besar, perusahaan dengan pertumbuhan yang rendah biasanya memiliki PER yang rendah (Gibson, 1992).

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Metode Pengumpulan data

Tipe penelitian *deskriptif-analitis* digunakan dalam penelitian ini mengingat sasaran penelitian yang ingin dicapai yaitu untuk mendapatkan gambaran tentang pilihan restrukturisasi utang yang dilakukan perusahaan. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder bersumber dari PT X antara lain dalam bentuk laporan keuangan perusahaan. Data sekunder tersebut berupa data historis selama tahun 1998 sampai dengan tahun 2002. Selain data sekunder internal, data sekunder juga diperoleh dari data yang dipublikasikan untuk umum, antara lain berupa buku-buku, literatur, jurnal, terbitan yang dipublikasikan secara periodik oleh perusahaan, instansi pemerintah maupun oleh media massa. Data tersebut di atas dikategorikan sebagai data sekunder eksternal.

Metode Analisis Data

Untuk menghitung nilai intrinsik saham prosedurnya adalah berdasarkan laporan keuangan perusahaan lima tahun terakhir dan proyeksi neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas untuk lima tahun yang akan datang berdasarkan asumsi-asumsi yang dibuat oleh manajemen antara lain tingkat pertumbuhan penjualan, kurs dollar terhadap rupiah, pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi. Selanjutnya akan dihitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan pendekatan nilai sekarang yaitu dengan pendekatan analisis kas yang merupakan komponen di dalam penentuan nilai perusahaan.

Arus kas merupakan kas yang diterima oleh perusahaan emiten. Metode ini menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas di masa mendatang. Berikutnya adalah pendekatan PER, PER menunjukkan rasio dari harga saham terhadap *earning*. Metode ini menggunakan pandangan calon investor yang mempertimbangkan laba sebagai determinan penting untuk menentukan harga saham. Alasannya adalah bahwa calon investor mengharapkan tingkat pengembalian minimum dari investasinya. Oleh karena itu harga saham tersebut akan dihitung berdasarkan nilai sekarang dari laba yang didapat dihitung dengan cara demikian rupa sehingga investor dapat mencapai tingkat pengembalian minimum yang diharapkan atas investasinya. Caranya berdasarkan

proyeksi laba lima tahun yang akan datang kemudian di *present value* kan selanjutnya dihitung rata-rata tertimbang. Selanjutnya nilai kapitalisasi bisa dihitung dengan mengalikan rata-rata tertimbang dengan P/E, dan nilai saham bisa dihitung dengan membagi nilai kapitalisasi tersebut dengan jumlah saham yang beredar. Analisis digunakan untuk menjelaskan bahwa alternatif restrukturisasi utang melalui *debt to equity swap* akan berpengaruh dalam mengoptimalkan struktur keuangan PT X.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Obyek Penelitian

Anggaran dasar PT X telah mengalami beberapa kali perubahan, terakhir dengan akta notaris Raharti Sudjardjati, S.H. No. 487 tanggal 27 Maret 1997, antara lain mengenai peningkatan modal dasar perusahaan, pemecahan nilai nominal saham (*stock split*) dari Rp1.000,- per lembar saham menjadi Rp500,- per lembar saham. Sesuai dengan pasal 3 anggaran dasar, ruang lingkup kegiatan perusahaan meliputi industri rim, stabilizer, dan peralatan lain dari alloy aluminium dan baja serta perdagangan umum untuk produk-produk tersebut. PT X adalah perusahaan yang berorientasi ekspor bahkan sejak tahun 1998 perusahaan telah mengirim lebih dari 95% dari total penjualan ke beberapa negara di dunia. Perusahaan bersaing dengan produsen-produsen dari negara-negara lain di pasar-pasar luar negeri terutama dari Cina, India, Malaysia, dan Taiwan.

Gambaran keuangan perusahaan

Posisi keuangan dan hasil operasi perusahaan empat setengah tahun terakhir adalah sebagai berikut:

Tabel 1
Perkiraan-perkiraan Neraca
(dalam jutaan Rupiah)

Perkiraan	1998	1999	2000	2001	2002
Aset	325.179	290.102	385.946	528.453	473.064
Kewajiban	304.259	267.143	359.608	501.128	444.061
Modal	20.920	22.959	26.338	27.325	29.003

Tabel 2
Perkiraan-perkiraan Laba-Rugi
(dalam jutaan Rupiah)

Perkiraan	1998	1999	2000	2001	2002
Penjualan	172.746	154.993	175.005	179.846	79.006
Beban pokok penjualan	78.138	126.283	132.553	146.144	73.015

Tabel 2 lanjutan

Perkiraan	1998	1999	2000	2001	2002
Laba kotor	94.608	28.710	43.452	33.702	5.901
Beban usaha	11.604	9.232	12.578	11.575	5.317
Laba usaha	83.004	19.479	30.874	22.127	583
Pendapatan(beban) lain2	(102.266)	(16.024)	(28.078)	(21.754)	(1.391)
Laba sebelum PPh	(19.262)	3.454	2.796	373	1.974
PPh	5.881	(1.416)	1.243	614	(296)
Laba bersih	(13.381)	2.039	4.139	967	1.678

Restrukturisasi

Berdasarkan laporan keuangan tahun 1998 sampai 2002 pertengahan dan laporan proyeksi, PT X dalam melakukan penilaian saham menggunakan tingkat diskonto sebesar 18,975%.

Tabel 3
Nilai intrinsik saham metode nilai sekarang

Tahun	Arus kas (Rp)	Diskonto (18,975%)	Nilai sekarang (Rp)
Semester II 2002	71.206.064.045	0,916.794.80	65.281.349.534
2003	13.305.283.007	0,770.577.69	10.252.754.215
2004	35.636.301.842	0.647.680.34	33.080.932.192
2005	26.856.099.309	0,544.383.56	14.620.019.001
2006	57.117.942.685	0,457.651.30	26.124.960.359
2007	42.740.511.222	0,384.586.09	16.437.406.232
			155.807.421.533

Dalam Rupiah

Nilai sekarang dari arus kas diharapkan berlanjut 2008 sampai tak terhingga	95.949.802.064
Nilai perusahaan	251.757.223.597
Dikurangi kewajiban	<u>154.575.302.882</u>
Nilai kapitalisasi	97.181.920.715
Jumlah saham	<u>76.000.000</u>
Nilai per lembar saham (Rp)	1.279
Asuransi <i>lack of marketabilities</i>	5%
Nilai per-lembar saham (Rp)	1.215

PEMBAHASAN

Dalam melakukan penilaian saham tingkat diskonto yang digunakan untuk menghitung harga saham adalah rata-rata tertimbang dari harga modal (WACC), sebagai berikut:

a. Pinjaman jangka panjang

Tingkat pinjaman jangka panjang perusahaan 2002 17,5% pertahun, sehingga:

$$\begin{aligned} K_i &= i (1 - t) \\ &= 17,5\% (1 - 0,3) = 12,25\% \end{aligned}$$

b. Saham biasa

Modal saham biasa Rp38.000.000.000 atau 76.000.000 lembar @ Rp500, deviden Rp220 per-lembar. Biaya modal saham:

$$\begin{aligned} K_e &= D : P \\ &= 220 : 500 \times 100\% = 44\% \end{aligned}$$

c. Laba ditahan

Laba ditahan tanggal 30 Juni 2002 adalah negatif sehingga diambilkan dari proyeksi laba akhir tahun Rp19.832.000.000, dan bila biaya transaksi bursa 20% dari nilai-nilai transaksi maka harga modal atas penggunaan laba adalah:

$$\begin{aligned} K_r &= K_e (1 - t) (1 - b) \\ &= 44\% (1 - 0,3) (1 - 0,2) = 24,64\% \end{aligned}$$

Berdasarkan Neraca PT X per-31 Desember 2002 struktur modal adalah sebagai berikut:

Tabel 4
Struktur modal tahun 2002

Jenis sumber modal	Nilai (dalam jutaan Rp)	Proporsi (%)
Pinjaman Bank	153.693	72,67
Saham biasa	38.000	17,97
Laba ditahan	19.832	9,36
	211.525	100,00

$$\begin{aligned} WACC &= (72,67\% \times 12,25\%) + (17,97\% \times 44\%) + (9,36\% \times 24,64\%) \\ &= 19,115\% \end{aligned}$$

Metode Nilai Sekarang

Berdasarkan nilai WACC sebesar 19.115% maka dapat dihitung nilai intrinsik saham sebagai berikut:

Tabel 5
Nilai intrinsik saham metode nilai sekarang

Tahun	Arus kas (Rp)	WACC (19,115%)	Nilai sekarang (Rp)
Semester II 2002	71.206.064.045	0,839.524.83	59.779.258.812
2003	13.305.283.007	0,704.801.94	9.377.589.275
2004	35.636.301.842	0.591.698.73	21.085.954.542
2005	26.856.099.309	0,496.745.77	13.340.653.730
2006	57.117.942.685	0,417.030.41	23.819.919.056
2007	42.740.511.222	0,350.107.38	14.963.768.404
			142.367.143.819

Dalam Rupiah

Nilai sekarang dari arus kas diharapkan berlanjut 2008 sampai tak terhingga	78.282.858.508
Nilai perusahaan	220.650.002.327
Dikurangi kewajiban	<u>193.470.000.000</u>
Nilai kapitalisasi	27.180.002.327
Jumlah saham	<u>76.000.000</u>
Nilai per-lembar saham (Rp)	357,63

Nilai sekarang dari arus kas diharapkan berlanjut 2008 sampai dengan tahun tak terhingga sebagai berikut:

$$\frac{42.740.511.222}{0,19115} \times 0,35010738 = 78.282.858.508$$

Pendekatan PER

Alternatif selain menggunakan arus kas dalam menghitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan laba perusahaan (nilai *earning*) adalah melalui pendekatan PER. Metode ini merupakan suatu pendekatan atas penilaian saham yang menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, pandangan investor yang mempertimbangkan laba sebagai determinan penting untuk menentukan harga saham.

Alasannya bahwa calon investor mengharapkan tingkat pengembalian minimum dari investasinya. Metode ini menekankan pada konsep kesinambungan usaha dan antisipasi laba perusahaan pada masa yang akan datang. Nilai keseluruhan saham diperoleh dengan mengalikan *price earning ratio* dari industri dengan rata-rata tertimbang laba.

Tabel 6
Bobot yang digunakan dalam perhitungan PER

Tahun	Bobot	Prosentase dari jumlah keseluruhan
Semester II 2002	5,5	26,83
2003	5	24,39
2004	4	19,51
2005	3	14,63
2006	2	9,76
2007	1	4,88
Jumlah	20,5	100.00

Tabel 7
Nilai intrinsik saham metode nilai sekarang
Metode kapitalisasi pendapatan

Tahun	Pendapatan (Rp)	Bobot	Nilai (Rp)
Semester II 2002	11.212.765.964	5.5	61.670.212.802
2003	44.291.556.647	5	221.457.783.233
2004	60.386.597.328	4	241.546.389.311
2005	70086.253.642	3	210.258.760.926
2006	74.320.028.119	2	148.064.056.239
2007	69.423.257.238	1	69.423.257.238
		20.5	952.420.459.749

Pendapatan rata-rata tertimbang	46.459.534.621,89
Ratio P/E terendah	1,8
Ratio P/E tertinggi	4
Nilai kapitalisasi terendah	83.627.162.319,41
Nilai kapitalisasi tertinggi	185.838.138.487,78
Jumlah saham	76.000.000
Nilai saham terendah	1.100
Nilai saham tertinggi	2.445

Dengan menggunakan bobot untuk setiap pendapatan selama tahun yang diproyeksikan, rata-rata tertimbang pendapatan per tahun adalah sebesar Rp46.459.534.621,89 yang akan digunakan sebagai dasar perhitungan untuk penilaian saham yang dilakukan. Dengan menggunakan pendekatan PER ini nilai saham PT X berkisar antara Rp1.100 sampai Rp2.445.

	Menurut Perusahaan	Hasil Penghitungan	Beda
WACC	18,975 %	19,115 %	0.14 %
(dalam jutaan rupiah)	155.807	142.367	13.440
Total nilai sekarang dari arus kas			
Nilai sekarang dari arus kas yang-			
diharapkan berlanjut 2008 sampai			
tak terhingga	95.950	78.283	17.667
Nilai perusahaan	251.758	220.650	31.108
Dikurangi kewajiban	(154.575)	(193.470)	38.895
Nilai Kapitalisasi Saham	97.183	27.180	0.003
Jumlah saham	76.000.000	76.000.000	-
Nilai per lembar saham	1.279	357,63	857,37
Dikurangi lack of marketabilitas	5 %	-	-
Nilai per lembar saham	1.215	357,63	857,37

WACC perusahaan terlalu rendah sebesar 0.14% dan nilai sekarang terlalu tinggi sebesar 13.440.277.714, sehingga nilai sekarang dari arus kas yang diharuskan berlanjut tahun 2008 sampai tak terhingga terlalu tinggi 17.666.943.556,- dan nilai perusahaan terlalu tinggi sebesar 31.107.221.270,-. Kewajiban perusahaan menghitung hanya jangka panjang, seharusnya seluruh kewajiban perusahaan jangka panjang maupun jangka pendek sebesar Rp193.470.000.000, sehingga terdapat selisih kurang dihitung sebesar Rp38.894.667.118 (Rp193.470.000.000 - Rp154.575.302.882).

Nilai kapitalisasi saham menurut perusahaan sebesar Rp97.181.920.715. Sedangkan menurut perhitungan kami sebesar Rp27.180.002.327,- untuk 76.000.000 lembar saham, sehingga per lembar saham seharga Rp357,63.

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan pada laporan keuangan PT X, dapat disimpulkan sebagai berikut: pertama, nilai sekarang juga disebut dengan metode kapitalisasi laba karena melibatkan proses kapitalisasi nilai-nilai masa depan yang didiskontokan menjadi nilai sekarang yang merupakan kemungkinan perusahaan dalam menghasilkan kas di masa depan menghasilkan nilai per-lembar saham sejumlah Rp357,63 sedangkan berdasarkan PER, yaitu suatu pendekatan atas penilaian saham yang menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan nilai saham terendah Rp1.100 dan nilai saham tertinggi Rp2.445. Perkiraan nilai saham yang didasarkan pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan menemukan proyeksi pendapatan perusahaan dimasa yang akan datang dengan nilai per-lembar saham berkisar antara Rp357,63 hingga Rp2.445.

Kedua, pihak kreditur setuju bahwa utang perusahaan dapat ditukar dengan saham. Ketiga, harga per lembar saham perusahaan dipasar modal pada tanggal 18 Juli 2005 sebesar Rp830 per lembar, sedangkan harga jual saham perusahaan kepada kreditur

sebesar Rp1.250 per lembar saham. Dan terakhir, kisaran nilai yang didapat tidak dapat dijadikan dasar untuk menentukan harga jual absolut saham-saham perusahaan karena hal tersebut juga tergantung pada persepsi investasi dalam menentukan prospek perusahaan di masa depan.

SIMPULAN

Apabila PT X ingin melakukan restrukturisasi atas utangnya, maka disarankan agar merestrukturisasi utang melalui alternatif *debt to equity swap* karena memberikan biaya modal yang minimal dan nilai perusahaan yang maksimal. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan akan beroperasi dalam rentang struktur keuangan yang optimal dan dengan demikian salah satu tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham dapat tercapai. Di samping itu baik alternatif menambah setoran modal atau menjual saham baru maupun alternatif mencari pinjaman jangka panjang baru membutuhkan dana yang cukup besar dan oleh karenanya sulit dapat dipenuhi baik oleh pemegang saham lama maupun investor baru, dan kondisi krisis ekonomi yang berkepanjangan.

Dari berbagai macam alternatif restrukturisasi utang perusahaan memilih *debt to equity swap* yaitu dengan mengkonversikan utang perusahaan menjadi penyertaan modal. Hal ini dipilih perusahaan karena di samping kesulitan untuk memperoleh pinjaman baru, juga masih cukup besarnya modal dasar perusahaan sebesar 300.000.000 lembar @ Rp500,- sedangkan modal dasar yang ditempatkan dan disetor penuh sebesar 76.000.000 lembar saham. Oleh karena itu wajar apabila perusahaan menawarkan untuk merubah utangnya tersebut menjadi modal saham.

Dengan memilih mengkonversikan utang menjadi penyertaan modal akan menyebabkan pihak PT X menjadi pemegang saham mayoritas dan ini akan memperkuat status kepemilikan perusahaan dengan demikian akan meningkatkan kemampuan bersaing dengan negara lainnya untuk mengeksport produk aluminium.

DAFTAR PUSTAKA

- Akerlof, G. 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84:485-500.
- Bulow, J. and K. Rogoff. 1989. A Constant Reconstructing Model of Sovereign Debt. *Journal of Political Economy*. Vol 97, 1:155-178.

- Bulow, J. & K. Rogoff. 1989. Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget. *The American Economic Review*. Vol. 79, 1: 43-50.
- Bulow, J. 2002. First World Governments and Third World Debt. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 229-254.
- Dewi, N. 2004. Model Restrukturisasi Utang sebagai Dampak dari Karakteristik Keuangan Perusahaan dan Kondisi Industri. *E-journal Universitas Padjadjaran*. www.pustaka.unpad.ac.id/wp-content/12 April 2010
- Dewi, N. 2006. Pengaruh Karakteristik Keuangan Internal dan Kondisi Industri terhadap Pemilihan Model Restrukturisasi Utang serta Reaksi Pasar. *E-journal Universitas Padjadjaran*. www.pustaka.unpad.ac.id/wp-content/12 April 2010
- Dodd, R. 2002. Sovereign Debt Restructuring. *The Financier* Vol 9 No. 1-4
- Fernandez, R. & R.W. Rothenthal, 1988. Sovereign Debt Renegotiations: A Strategic Analysis. *NBER Working Paper* 2597
- Friedman, B.M. 2000. Debt Restructuring. *National Bureau of Economic Research*, working paper 7722:1-36.
- Gale, D. & M. Hellwig. 1985. Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem. *Review of Economic Studies*. October, 52: 647-63
- Haryono Y. 2009. Restrukturisasi Utang Melalui Kebijakan Debt to Equity Swap dan Pengaruhnya terhadap Struktur Keuangan PT X. *E-journal Universitas Sriwijaya* Edisi Januari.
- Modigliani, F. & M.H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48: 261-297.
- Modigliani, F. 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital", *American Economic Review* 48: 433-443.
- Noe T.H and Wang J. 2000. Strategic Debt Restructuring. *The Society for Financial Studies* 13:985-1015.
- Peter, D. 2003. Restructuring Corporate Debt In Latin America. *International Financial Law Review*:1.